

## PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/37890>

Please be advised that this information was generated on 2017-12-06 and may be subject to change.

## **Ondernemingsrecht, Governance en private equity**

**Ondernemingsrecht (ONDR), incl. NV en TVVS, Ondernemingsrecht 2007, 188, Governance en private equity**

### **Ondernemingsrecht, Governance en private equity**

Vindplaats: Ondernemingsrecht 2007, 188 Bijgewerkt tot: 15-12-2007

Auteur: Prof. dr. J.M.G. Frijns, prof. mr. R.H. Maatman[1]

Governance en private equity

In deze bijdrage behandelen auteurs governance-vraagstukken rond het PE-fonds en de vennootschap waarin het PE-fonds een meerderheidsbelang heeft: de portfolio-onderneming.

#### **1 Inleiding**

Het succes van private equity (PE) is onmiskenbaar; van een vrijwel onbekend fenomeen is het thans een onderwerp dat ondernemers, beleggers maar ook werknemers en politici bezighoudt. Ondernemers zien PE als een kans voor de onderneming en haar aandeelhouders, maar ook als een bedreiging voor hun positie als bestuurders. Beleggers zijn onder de indruk van de hoge historische rendementen en vertrouwen massaal hun geld toe aan de grote PE-huizen. Werknemers en politici vrezen de hardere omgangsvormen die met de moderne vorm van PE vereenzelvigd worden.

In deze bijdrage zullen we ons concentreren op één aspect van PE, namelijk vragen rond governance. Shleifer en Vishny (1997) hebben dit vraagstuk kernachtig samengevat in één zin: 'We want to know how investors get the managers to give them back their money'. [2] Het gaat over bestuur, toezicht, transparantie, verantwoording en zeggenschap in relaties tussen de economisch eigenaar (principal) en zijn manager (agent). [3] In dit artikel bespreken we governance-vraagstukken rond het PE-fonds en de vennootschap waarin het PE-fonds een meerderheidsbelang heeft (de 'portfolio-onderneming').

#### **2 Terminologie en definities**

Private equity en venture capital zijn deelnemingen in het geplaatste kapitaal van niet ter beurze genoteerde ondernemingen.

Venture capital is vanouds de meest bekende vorm van PE. Het begrip wordt veelal gereserveerd voor investeringen in startende ondernemingen en de herstructurering van jonge ondernemingen. De bedoeling is om de onderneming na gebleken succes te verkopen aan een grote gevestigde onderneming (de 'strategic buyer') of via een emissie naar de genoteerde aandelenmarkt te brengen, de 'initial public offering' (IPO). Het vereist specifieke vaardigheden en brede expertise om de 'likely winners' te kunnen selecteren en te begeleiden. Het is een 'skill gedreven' business.

Naast spectaculaire ICT-iconen waarbij kon worden geprofiteerd van de ICT-bubble in de late jaren negentig, zijn er ook veel mislukkingen. De totale groei van venture capital is gematigd: de initiële investeringen zijn laag en de totale omvang blijft, althans in de VS, tamelijk stabiel. Venture capital is populair bij politici: zij verwachten er wonderen van voor de economische groei van hun land of regio.

Private equity is een breder begrip dat niet alleen venture capital omvat, maar ook betrekking heeft op eigen vermogen dat beschikbaar wordt gesteld om reeds gerijpte beursgenoteerde ondernemingen over te laten gaan in private handen binnen een besloten kring van aandeelhouders. In dat geval wordt eigen vermogen ter beschikking gesteld om vormen van management buy-outs te financieren. Bij een 'leveraged buy-out' ('LBO') koopt een

PE-onderneming de aandelen in een onderneming van de zittende aandeelhouders waarbij een groot deel van de koopsom wordt betaald met geleend geld. Via een kunstige herfinanciering komt dat geleende geld uiteindelijk terecht als schuld op de balans van de overgenomen onderneming. Een bijzondere categorie is de 'distressed LBO' waarbij ondernemingen in financiële nood voor een habbekrats worden overgenomen in ruil voor een kapitaalinjectie.

De publieke discussie rondom PE varieert van bewondering en enthousiasme tot verguizing en felle kritiek. Enerzijds is aannemelijk dat de PE-sector als aanbieder van risicodragend kapitaal bijdraagt aan de economische dynamiek en zorgt voor een betere allocatie van dat kapitaal. Anderzijds zijn er bezwaren die zich richten op de risico's van de hoge leverage van ondernemingen na een LBO en op de gebrekkige transparantie. Voorts wordt aandacht gevraagd voor de bescherming van de positie bij werknemers bij overnames en voor de belastingaspecten van ondernemingen met hoge leverage. [4] Ook worden vraagtekens geplaatst bij de veronderstelde heilzame werking van LBO's; de door LBO's overgenomen bedrijven presteerden vóór de LBO zeker niet slechter dan de markt als geheel. [5]

### 3 De toegevoegde waarde van PE

PE-ondernemingen laten zich graag voorstaan op hun superieure businessmodel en hun no-nonsense governance model. De kracht zit niet zozeer in volstrekt nieuwe concepten maar in het systematisch en rationeel toepassen van reeds lang bekende en beproefde 'best practices'. [6]

Portfolio-ondernemingen worden doorgaans gekenmerkt door een hoge leverage die disciplinerend werkt op het management en de werknemers. [7] De straf op onvoldoende presteren is hoog. Evenzo disciplinerend werkt de opdracht aan de portfolio-onderneming te streven naar een snelle exit. [8] PE maakt op die wijze optimaal gebruik van de werking van de kapitaalmarkt met alle aanklevende bezwaren van dien zoals 'short termism'.

Een niet onbelangrijke toets op de waardescheppende activiteiten van PE-ondernemingen is de mate waarin zij in staat zijn voor hun limited partners extra rendement te creëren. Op het eerste gezicht is dat ruimschoots het geval.

De rendementshistorie van de grote PE-ondernemingen is indrukwekkend.

Bij nader onderzoek verbleekt de glans snel. Ter adstructie een aantal observaties.

De spreiding in rendement tussen de verschillende PE-ondernemingen is gigantisch. Een studie uit 2001 laat een mediaan rendement zien van 9,5% tegenover een top-kwartiel rendement van 17% en een eerste kwartiel rendement van 2,5%. [9] Deze cijfers gelden voor de VS en beslaan de periode 1989-1994; cijfers voor Europa laten een vergelijkbare spreiding zien.

De grote spreiding in behaalde rendementen duidt erop dat PE skill driven is. Skills zijn nu eenmaal schaars en ongelijk verdeeld. In beleggersjargon spreekt men dan van een 'high alpha business'.

Het gemiddelde (mediane) rendement over de waarnemingsperiode is laag, zeker na aftrek van kosten en fees. [10] Smit en Van den Berg geven een overzicht van meer recente studies voor de VS. Afhankelijk van de waarnemingsperiode varieert het gemiddelde rendement tussen 9 en 20%; de resultaten van venture capital blijven doorgaans achter bij LBO's; het verschil met het rendement van beursgenoteerde aandelen (gemeten op basis van de MSCI-index) is minimaal. [11]

Het gemiddelde rendement komt nog lager uit indien we corrigeren voor risico. De meest simpele correctie is voor de hoge leverage van PE portfolio-ondernemingen. Zouden we dezelfde leverage toepassen op bijvoorbeeld de ondernemingen in de S&P 500, dan verslaat deze 'leveraged' marktindex het PE-rendement. Voor andere markten gelden vergelijkbare resultaten. [12]

De verdeling van het rendement over de verschillende groepen eindbeleggers is scheef.

Lerner heeft voor de periode 1991-2001 het gemiddeld rendement op de PE-beleggingen per groep beleggers berekend. Endowments scoren het hoogst met een gemiddeld rendement van 21%, op een grote afstand gevolgd door pensioenfondsen met 6,5%. [13] Hekkensluisers zijn de banken met -2%. [14]

Afgaande op deze resultaten kan de conclusie luiden dat PE geen waarde toevoegt. Toch is deze conclusie prematuur. Een deel van de waardecreatie wordt naar voren gehaald en in de vorm van een opslag op de vigerende koerswaarde aan de zittende aandeelhouder betaald. Bovendien is het gehanteerde waardebegrip nogal smal en beperkt tot de creatie van aandeelhouderswaarde. De PE-activiteiten hebben echter ook een maatschappelijke waarde; de PE-onderneming treedt op als koper van niet beursgenoteerde bedrijven of bedrijfsonderdelen en als verschafter van risicodragend kapitaal voor startende en jonge bedrijven. Voorts past de kanttekening dat de spreiding rond de gemiddelde rendementen groot is. Onder endowments, pensioenfondsen en banken bevinden zich uitschieters - naar links en naar rechts.

De veronderstelling is dat het businessmodel van PE voor de belegger waarde [15] creëert door de selectie, aankoop, beheer en verkoop van portfolio-ondernemingen, door de toepassing van arbitragestrategieën, optimaliseren van de financiële structuur van de portfolio-onderneming, herschikking van ondernemingsactiviteiten, vergroten van de operationele efficiëntie en verbetering van het governance-model.

De teleurstellende rendementen die gemiddeld op PE worden behaald, zijn reden om nog eens goed naar het businessmodel van PE (en vooral van LBO's) te kijken. Het achterblijvende rendement wordt mogelijk verklaard door de hoge kosten verbonden met het businessmodel van private equity waardoor het netto rendement ver achterblijft bij het bruto rendement. Een andere oorzaak zou kunnen liggen in de gebrekkige governance van de PE-onderneming zelf. Zijn de PA-problemen, die zo kenmerkend zijn voor de huidige fase van anoniem kapitalisme, verschoven van de portfolio-onderneming naar de PE-onderneming? In dat geval is de eindbelegger die niet meer rechtstreeks belegt in de portfolio-onderneming maar de PE-onderneming als intermediair gebruikt, er niet veel mee opgeschoten...

#### 4 Governance van de private equity portfolio-onderneming

De PE-onderneming wil, alleen of in syndicaatsverband, een controlerend belang in de portfolio-onderneming verwerven. [16] Doorgaans kennen de statuten van een portfolio-onderneming aan de algemene vergadering van aandeelhouders ('AVA') belangrijke bevoegdheden toe, zoals onvoorwaardelijke benoemings- en ontslagrechten ten aanzien van het bestuur en de raad van commissarissen ('RvC'), de bevoegdheid tot statutenwijziging en het vaststellen van de strategie.

Als er een RvC is, kiest PE voor een actieve ondersteuning van de leden van dit orgaan vanuit de PE-onderneming. Hetzelfde geldt voor de non-executives in een 'one tier board'.

De informatieplicht van de portfolio-onderneming gaat veel verder dan bij een beursgenoteerde onderneming gebruikelijk is; PE kiest voor 'tight control'.

Naast deze structurelementen van governance zijn er aanvullend meer economische mechanismes die het PA-probleem moeten mitigeren. Belangrijk is de zogenoemde 'alignment of interest' van bestuurders, topfunctionarissen (key personnel) en aandeelhouders. Het is niet ongebruikelijk de bestuurders van een overgenomen onderneming op aantrekkelijke voorwaarden substantiële aandelenpakketten te laten nemen, veelal medegefinancierd door de PE-onderneming. Door de bestuurders en het personeel aandeelhouders te maken, zullen zij zich, zo luidt de redenering, als eigenaar gaan gedragen. Dit mechanisme werkt beter naarmate de financiële betrokkenheid groter is.

Of het aanbeveling verdient om ook de leden van de RvC te laten delen in deze 'alignment' is omstreden. In Amerikaanse verhoudingen is het gebruikelijk dat non-executive directors

delen in het succes van de onderneming. In Nederland wordt een resultaatafhankelijke beloning van commissarissen doorgaans als verwerpelijk gezien. Zij zou strijdig zijn met de beoogde onafhankelijkheid van de RvC en de opdracht aan de commissaris om zijn standpunt te bepalen in onafhankelijkheid van bepaalde bij de vennootschap betrokken deelbelangen. Recent is dit standpunt ook in Nederland ter discussie gesteld en wordt ervoor gepleit om te overwegen commissarissen een vergoeding te bieden in aandelen. [17]

#### 5 Het LBO-proces

Het proces van een LBO voor een beursgenoteerde onderneming is tamelijk omslachtig en een goudmijn voor adviserende investment banks, advocatenkantoren en accountants.

De standaard LBO heeft een aantal kenmerken waarvan de belangrijkste zijn:

- Een hoog niveau van leverage. Daarbij wordt de financiering zodanig gestructureerd dat de leverage van de kopende partij uiteindelijk terechtkomt op de balans van de gekochte onderneming. Een LBO kan niet zonder banken die de noodzakelijke financiering verschaffen, eerst aan de PE-onderneming en na omzetting aan de portfolio-onderneming.
- Het overnamebod is doorgaans 'vriendelijk': zij geschiedt met instemming van het management van de target. Sterker nog: het management wordt via lucratieve bonuspakketten aangespoord om zich voor het welslagen van de LBO in te zetten.
- De PE-onderneming wenst control over de portfolio-onderneming en koopt niet zelden alle aandelen op; een deel hiervan gaat naar het management van de portfolio-onderneming. Als de overname groot is, vormen PE-huizen gezamenlijk een syndicaat en wordt de LBO in syndicaatverband uitgevoerd.
- LBO's betreffen zowel private als beursgenoteerde ondernemingen.

Het merendeel van de LBO's heeft betrekking op niet genoteerde ondernemingen maar de megadeals zijn doorgaans 'public to private'; ondernemingen worden na het slagen van de LBO van de beurs gehaald. Om het bod te laten slagen wordt aan de bestaande aandeelhouders een opslag op de geldende beurskoers geboden. De bestaande aandeelhouders profiteren dus als eerste van de door de LBO beoogde waardecreatie.

Welk type ondernemingen komt in aanmerking voor een LBO? De traditionele visie was dat alleen ondernemingen met een stabiele cash flow en lage kapitaalvereisten aantrekkelijk zijn. Deze lenen zich het beste voor een hoge leverage. Het gaat dan vaak om ondernemingen in een late fase van hun levenscyclus waar kostenreductie en verdere consolidatie bepalend zijn voor het succes.

Dat is een strategie waarbij PE kan helpen. Een bijkomend voordeel is dat de aandelenmarkt aan dit soort 'value ondernemingen' een relatief lage waardering toekent. Ondernemingen die gekenmerkt worden door groei en hoge winst-inhoudingen worden door de markt doorgaans veel hoger gewaardeerd. [18]

De laatste jaren heeft de ruime beschikbaarheid van goedkoop leenkapitaal ertoe geleid dat ook meer cyclische bedrijven en ondernemingen gericht op groei - en dus hogere kapitaalvereisten - in aanmerking komen voor een LBO. Bij een tussentijds opdrogen van de kredietmarkt kan dat een riskante strategie blijken.

#### 6 De positie van het management, de aandeelhouders en de overige stakeholders

Het proces van een LBO voltrekt zich tussen de aandeelhouders van de target en de overnemende partij. Het bestuur van de onderneming wordt meestal de mogelijkheid geboden zich in de deal in te kopen. Dit roept de vraag op of het bestuur voldoende onafhankelijk is om een objectief oordeel te geven over de aantrekkelijkheid van het bod voor de aandeelhouders en over de vraag of dit bod in het belang is van de andere stakeholders zoals werknemers en crediteuren. Hier komt de fiduciaire relatie tussen principal en agent c.q. de scheiding tussen macht en economisch belang onder hoogspanning te staan. Het bod van PE op de onderneming lost geen PA-probleem op maar creëert een nieuw PA-probleem. Meer procedureel kan de vraag worden gesteld hoe wordt omgegaan met het belangenconflict dat

voortvloeit uit het financiële belang dat het bestuur heeft bij het slagen van de deal. [19] Naar de aandeelhouders toe is een vriendelijk bod dus venijnig; via transparantie-eisen en door een onafhankelijk oordeel te vergen van de RvC kan getracht worden het venijn te neutraliseren.

De opstelling van de RvC is onder deze omstandigheden cruciaal. De RvC zal voldoende afstand moet houden van het bestuur en met eigen adviseurs en zónder bijzijn van bestuursleden zijn positie moeten bepalen. [20]

Het bestuur van de target dient zich ten opzichte van de AVA uit te laten over de kwaliteit van het bod. Daarin moet het bestuur ten minste zijn visie geven 'op de geboden prijs of ruilverhouding, de overwegingen en prognoses welke mede de hoogte van het openbaar bod hebben bepaald, waaronder een cijfermatige onderbouwing van haar visie op deze prijs of ruilverhouding en deze overwegingen en prognoses, de gevolgen van de uitvoering van het openbaar bod voor de werkgelegenheid, de arbeidsvoorwaarden en de vestigingsplaatsen van de vennootschap'. [21] Soms roept het management ten behoeve van zijn aanbeveling richting aandeelhouders de luchtsteun in van een derde partij: een investment banker wordt tegen forse betaling gevraagd een fairness opinion af te geven.

Het management van de target zal openbaar moeten maken welke financiële belangen hij heeft bij de transactie. In het biedingsbericht moet het bedrag van de vergoedingen worden vermeld aan elke bestuurder en commissaris van de target die bij de gestanddoening van het bod zullen aftreden. [22]

In Nederland hebben aandeelhouders een aantal mogelijkheden om de opstelling van het bestuur te laten toetsen. Het enquêterecht is een machtig wapen om openheid van zaken te verkrijgen. [23] Het agenderingsrecht kan helpen om de handelwijze van het management in het openbaar ter discussie te stellen.

Als een bestuurder zijn eigen persoonlijke belang onvoldoende heeft gescheiden van het belang van de door hem bestuurde vennootschap, is de besluitvorming onder omstandigheden aantastbaar en kan mogelijk de nietigheid worden ingeroepen van een door die bestuurder verrichte rechtshandeling. In een enquêteprocedure kan dit grond opleveren voor wanbeleid. We kunnen mogelijk lering trekken uit de ervaringen in het Amerikaanse recht met de zogeheten 'appraisal rights', waar aandeelhouders door de rechter kunnen laten toetsen of de bestuurder die betrokken is in een MBO of LBO en die zich in een belangenconflict bevindt zich voldoende heeft ingespannen om de beste prijs te bedingen ten behoeve van de aandeelhouders. [24]

Obligatiehouders kunnen contractueel bescherming zoeken in hun financieringsdocumentatie tegen dit soort gebeurtenissen, bijvoorbeeld door onmiddellijke opeisbaarheid van de lening te bedingen bij een 'change of control' of overschrijding van ratio's. Dat dwingt de overnemende partij om met de bestaande crediteuren te onderhandelen. [25]

Andere stakeholders zoals de werknemers hebben hier uiteraard weinig aan.

In het Nederlandse vennootschappelijk model wordt het bestuur weliswaar geacht hun belangen zorgvuldig af te wegen maar dat geeft weinig comfort. In de eerste plaats staat het bestuur formeel buiten de deal omdat het een transactie tussen aandeelhouders betreft.

Daarnaast is het de vraag hoe gemotiveerd een bestuur is om de belangen van anderen te behartigen als het eigen belang zo groot is. [26]

Naar Nederlands recht moeten werknemers hun belangen vooral zien veilig te stellen via de RvC en de ondernemingsraad ('or'). De SER-fusiecode en een cao kunnen enige aanvullende bescherming bieden, onder andere in samenhang met het aan vakbonden toekomende enquêterecht en het aan de or toegekende beroepsrecht. [27] In Nederlandse verhoudingen zijn dat vérstrekkende bevoegdheden maar als het gaat om een multinational opererende onderneming, is de invloed van Nederlandse werknemers relatief beperkt. Werknemers kunnen hun belangen wellicht beter bewaken door een effectiever samenspel tussen

vakorganisaties en ondernemingsraden. [28]

Recent wordt van verschillende zijden bepleit om de positie van RvC te versterken. [29] Als dat ten koste gaat van de homogeniteit in de RvC (bijvoorbeeld door de introductie van werknemerscommissarissen naar Duits voorbeeld) lijkt ons dat geen goed idee. Herstel van het oude structuurregime waarbij aandeelhouders buitenspel worden gezet, achten wij evenmin juist. Het structuurregime is in 2004 om goede redenen gewijzigd ten gunste van aandeelhouders. Wél zouden we kunnen denken aan een versterking van de RvC ten opzichte van het bestuur. De uitgebreide goedkeuringsbevoegdheden van de RvC op grond van de structuurregeling kunnen als voorbeeld dienen en wellicht worden uitgebreid. [30] In zekere zin is dat een beweging in de richting van een 'one tier board', maar mét behoud van de onafhankelijkheid van de RvC.

#### 7 De onderneming post LBO

In de praktijk is de invloed van de PE-onderneming als controlerende aandeelhouder in de portfolio-onderneming overheersend. Hij bepaalt de strategie en de financiële structuur en stelt specifieke eisen aan de bedrijfsvoering en de rapportages daarover. Hij heeft een doorslaggevende invloed op de samenstelling van het bestuur en de benoeming van andere sleutelfunctionarissen. De PE-onderneming is veel gelegen aan een goede invulling van deze aandeelhoudersrol; een groot deel van de eigen mankracht wordt daaraan besteed. Zonodig wordt expertise van buiten ingehuurd. Dit model laat zich echter niet altijd rijmen met het vigerende vennootschappelijk model in een land.

Een voorbeeld van moeizaam balanceren tussen economische werkelijkheid en wettelijk kader levert de governance code van de NVP. [31] Deze beoogt een best practice governance te beschrijven. De code gaat uit van een aandeelhouder die het strategisch plan oplegt aan het bestuur maar die anderzijds erkent dat het bestuur zich in zijn handelen dient te richten naar het 'vennootschappelijk belang': de onderneming als samenwerkingsverband van verscheidene deelbelanghebbenden. Speciale aandacht verdient de positie van de RvC.

Terecht - maar niet opzienbarend - schrijft de NVP-code een RvC of een andere vorm van professioneel intern toezicht voor. Deze raad dient 'evenwichtig' te zijn samengesteld waardoor deze rekening kan houden met de belangen van alle betrokken stakeholders. De RvC moet onafhankelijk kunnen opereren, aldus de NVP.

De portfolio-onderneming wordt onderworpen aan strenge rapportage-eisen: meten is weten en wat gemeten wordt, wordt gemanaged. Aangezien de PE-ondernemingen de mogelijkheid van een beursgang open willen houden, zullen zij in het algemeen aandringen op de toepassing van best practices ten aanzien van interne risicobeheersing en controle. De transparantie richting aandeelhouder is hoog. Naar de overige stakeholders wordt veel minder openheid betracht. Ook de NVP-code zet op dit punt geen grote stappen.

In het VK heeft Walker recentelijk in een consultatiedocument aanbevelingen opgenomen voor een betere transparantie van private equity. Die betreffen zowel de portfolio-ondernemingen, de PE-onderneming zelf als het inzicht in de werking van de PE-sector als geheel. [32] Op het gebied van externe transparantie gaat Walker verder dan de NVP-code. Zien wij het goed, dan wordt in het Walker-rapport aanbevolen om de portfolio-onderneming die van de beurs is gehaald, gedurende enige tijd te onderwerpen aan versterkte disclosure-vereisten jegens het publiek. Dit komt neer op een zekere nawerking van het regime waaraan een beursgenoteerde onderneming is onderworpen. [33] Dat lijkt ons een interessante gedachte; het daglichteffect vermindert misschien het risico dat na het slagen van de LBO 'spelletjes' worden gespeeld die de openbaarheid niet kunnen verdragen.

'Control' wordt niet alleen verkregen door de governance structuur maar ook door meer economische instrumenten als het beloningsbeleid, de financiële structuur (de discipline van de markt) en bepaalde 'stok- en wortel-beginselen'. [34] Hoge leverage werkt disciplinerend; de noodzaak om rente en aflossing te betalen dwingt het bestuur tot een efficiënte inzet van

middelen en is een aansporing om onpopulaire maatregelen niet uit de weg te gaan. [35] Zij creëert een 'sense of urgency' die heronderhandelen van bestaande contracten vergemakkelijkt; geen aanlokkelijk perspectief voor de zittende werknemers. In een consoliderende bedrijfstak waar kostenreductie noodzakelijk is om te overleven, is vanuit economisch perspectief echter veel te zeggen voor deze aanpak. De noodzaak de onderneming rijp te maken voor een beursintroductie of verkoop aan een strategische koper is eveneens een stimulans tot goed presteren. De verkoopprijs is van grote invloed op de beloning van bestuur en topmanagement en neemt de onderneming als het ware de maat. De indringende wijze waarop een PE-onderneming control uitoefent over de portfolio-onderneming lijkt op de relatie tussen een moeder- en dochteronderneming. Ook daar is er een overheersende aandeelhouder. [36] Binnen een concern wordt gestreefd naar een aanzienlijke mate van operationele integratie en synergie tussen de concernonderdelen. Niet zelden is er ook sprake van financiële garantstelling vanuit de holding naar de onderdelen. Deze aspecten legitimeren de vergaande mate van control. Een belangrijk verschil is dat portfolio-ondernemingen maar een beperkte tijd gehouden worden. Anders dan in een concernrelatie is er geen sprake van duurzame verbondenheid met het oog op een gezamenlijke ondernemingsdoelstelling. [37] Integendeel, de strategie is doorgaans gericht op een zo snel mogelijk uiteengaan van moeder en dochter, mits voor een aantrekkelijke prijs. In zoverre lijkt de portfolio-onderneming handelswaar in handen van de moeder. [38]

Niettemin loopt de mate van integratie binnen concerns nogal uiteen. Aan de ene kant van het spectrum zien we de volledig geïntegreerde bedrijven waarbij vanuit het hoofdkantoor zowel de financiering als de product- en marktstrategie bepaald worden (het 'one company' concept); aan de andere kant de concerns die intern een relatief losse holdingstructuur hanteren met decentrale financiering en bewegingsvrijheid voor elke divisie om een eigen strategie te bepalen.

Bedrijven onder deze holding worden relatief makkelijk gekocht en verkocht. Het onderscheid met de PE-onderneming is dan hooguit nog gradueel. [39]

#### 8 Belangenconflicten - tegenstrijdig belang

In de 'governance-keten' tussen de PE-onderneming en de portfolio-onderneming kunnen zich op verschillende niveaus tegenstrijdige belangen manifesteren tussen het bestuur en de door hem bestuurde vennootschap. We hebben gezien dat het bestuur van een onderneming die de target is van een LBO vaak financieel geïnvolveerd is. Dat kan een zorgvuldige belangenafweging in de weg staan. [40] Maar ook het bestuur van de vennootschap 'post-LBO' worstelt met belangentegenstellingen. Dat bestuur zal in de regel zijn benoemd door de PE-onderneming en zich richten naar het 'concernbeleid' dat de PE-onderneming wil voeren. Dat beleid kan echter conflicteren met het belang van de vennootschap, bijvoorbeeld indien door opsplitsing van een vennootschap of een divisie dan wel door herfinanciering de financiële toekomst van de vennootschap onzeker wordt. Dergelijke belangenconflicten krijgen recent veel aandacht. Onlangs heeft de Hoge Raad uiteengezet onder welke omstandigheden een bestuurder van doen heeft met een tegenstrijdig belang en om die reden niet bevoegd is om namens de vennootschap op te treden. [41] Volgens de Hoge Raad heeft de wetgever met de desbetreffende regeling willen voorkomen dat de bestuurder bij zijn handelen zich vooral laat leiden door zijn persoonlijk belang in plaats van (uitsluitend) het belang van de vennootschap dat hij heeft te dienen. In concernrelaties zal volgens de Hoge Raad niet snel sprake zijn van tegenstrijdige belangen, 'omdat het juist de bedoeling is dat, door de (uiteindelijke) zeggenschap in één hand te houden, de afweging van alle bij deze groepsvennootschappen betrokken belangen bij die persoon is geconcentreerd'. De bestuurder is onbevoegd 'als hij door de aanwezigheid van een persoonlijk belang of door zijn betrokkenheid bij een ander met dat van de rechtspersoon niet parallel lopend belang niet in



staat moet worden geacht het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming te bewaken op een wijze die van een integer en onbevooroordeeld bestuurder mag worden verwacht'. Dit betekent niet dat is vereist dat een bepaalde transactie daadwerkelijk tot benadeling van de vennootschap zal leiden. Voldoende is dat de bestuurder te maken heeft met zodanig onverenigbare belangen dat in redelijkheid kan worden betwijfeld of hij zich bij zijn handelen uitsluitend heeft laten leiden door het belang van de vennootschap en de daaraan verbonden onderneming.

#### 9 Financiële structuur en herkapitalisatie

De PE-onderneming kent een interne discipline van aankoop, beheer en verkoop van ondernemingen. In de regel is de onderneming binnen 4 á 6 jaar na aankoop 'rijp' voor afstoting. Dat kan via de beurs of in een onderhandse transactie met een strategische koper. De keuze hangt af van de omstandigheden en wordt pas op het laatste moment gemaakt teneinde zo veel mogelijk tijd te gunnen aan een mogelijke bidder met een beter aanbod. Het resultaat op de investering wordt doorgaans bepaald bij verkoop.

Op basis daarvan wordt afgerekend tussen de GP en de LP en tussen de PE-onderneming en het management van de portfolio-onderneming. [42] De verkoopwaarde maakt of breekt het rendement op de investering. [43] Tegenwerpingen dat PE uit zou zijn op het leegroven en verzwakken van de portfolio-onderneming zijn dan ook ongegrond. Dergelijk wanbeheer maakt de onderneming immers onverkoopbaar of leidt op zijn minst tot een zeer lage verkoopprijs. Die prijs reflecteert de toekomstige winstpotentie van de onderneming; dit geeft aan het beheer van de portfolio-onderneming een effectief langetermijnperspectief dat belangrijker is dan de gemiddelde holdingperiode van 4 tot 6 jaar. Hierbij past een kanttekening; de laatste jaren zien we een praktijk van partiële exits door tussentijdse herkapitalisaties. Dit verkleint het belang van een exit en van een hoge verkoopprijs. Herkapitalisatie van de portfolio-onderneming kan een aantrekkelijk alternatief zijn voor volledige verkoop van de onderneming. De overgenomen onderneming start met een hoge leverage maar ook met een hoge positieve cashflow. Daardoor neemt na verloop van tijd de solvabiliteit weer toe; bovendien kan gezocht worden naar verdere mogelijkheden voor balansverkortings zoals de verkoop van onroerend goed en reductie van het werkkapitaal. Snel wordt het moment bereikt waarop het mogelijk is om de onderneming te herkapitaliseren. Op basis van de gestegen solvabiliteit is het mogelijk extra te lenen en uit de vrije cashflow plus het nieuwe geleende bedrag een extra uitkering aan de aandeelhouders te doen. De onderneming wordt tot aan de rand geleveraged. Niet zelden kan op deze wijze het oorspronkelijk geïnvesteerde bedrag al binnen 1 tot 2 jaar worden terugbetaald. De kritiek op deze aanpak kan zijn dat dit leidt tot een verzwakking van de financiële positie van de onderneming. [44]

De praktijk van herkapitalisatie roept ook vragen op ten aanzien van de lange termijn focus van PE investeerders. Het businessmodel van PE bevat duidelijke 'incentives' om een portfolio zo kort mogelijk aan te houden. De gehanteerde rendementsmaatstaf kent een tijdsdimensie. Bij rendementseisen van 20 tot 25% (vóór voldoening van kosten en fees) is de 'time value of money' hoog. Een rendementsdoelstelling van jaarlijks 25% kan (afgezien van abnormale leverage) alleen worden bereikt als er nog winstbronnen zijn die nog niet volledig zijn benut. Zodra deze zijn geconsumeerd, daalt het rendement naar een voor de bedrijfstak normaal niveau. Nog langer aanhouden van de onderneming heeft dan geen zin.

De uitzondering daarop vormt de tot voor kort geldende situatie op de kredietmarkten; door gebruik te maken van de mogelijkheden tot regelmatige herkapitalisatie kon een hoog rendement worden behaald op het eigen vermogen zonder dat de onderneming snel werd verkocht. [45] In beide gevallen streeft de PE-onderneming naar een zo kort mogelijke verblijfstijd van het oorspronkelijk geïnvesteerde kapitaal; een snelle 'pay-back' is goed voor het beleggingsresultaat. De echte lange termijn focus komt van de markt die bij verkoop de

toekomstige winstpotentie waardeert.

#### 10 Governance van de PE-onderneming

Het governancemodel heeft een contractuele basis met als kern de partnership agreement. In Nederlandse verhoudingen wordt vaak gebruik gemaakt van de commanditaire vennootschap. In deze overeenkomst wordt het mandaat voor de general partner ('GP') geregeld, de levensduur van het fonds, de fee-afspraken en de carried interest regeling. Voor het overige heeft de GP grote vrijheid. Doorgaans is er wel een adviesraad ('advisory board') doch die heeft geen bemoeienis met de dagelijkse business. Hij komt alleen onder bijzondere omstandigheden bijeen.

Gebruikelijk is dat transacties waarbij er sprake is van tegenstrijdig belang tussen GP en partnership aan de goedkeuring van de adviesraad wordt onderworpen. Denk aan consultancy of investment banking services die de GP wil betrekken van een aan hem gelieerde onderneming. Relatief onbeduidende wijzigingen van de partnership agreement kunnen vaak tot stand worden gebracht door de GP mits hij daarvoor de instemming van de adviesraad verkrijgt.

Ingrijpende wijzigingen zoals verlenging van de duur van de partnership, de beleggingsstrategie of het fee-arrangement vergen in de regel de instemming van de LP's. Door de grote beschikkingsmacht van de GP kent de structuur weinig interne checks and balances. Evenmin is er een grote mate van transparantie richting de LP's; zeker niet ex-ante. Het model kent wel krachtige economische disciplineringsmechanismen: via aligned interests en via de uitkeringsverplichting ('distributions'). Deze uitkeringsplicht noopt de GP steeds weer nieuwe fondsen op te zetten; het succes van deze fondswerving hangt af van de opgebouwde reputatie. Een fraai voorbeeld van 'repeated games' en de mogelijkheid tot exploitatie van iemands reputatie ('track record'). Een GP met een gunstig track record is in staat de invloed van de LP's verder terug te dringen, mede door de overvloed aan beschikbare inleg en de schaarste onder aantrekkelijke kandidaat portfolio-ondernemingen. Dit komt de checks & balances uiteraard niet ten goede.

#### 11 Recente ontwikkelingen

Het geschetste model heeft zijn kracht bewezen; het is in de VS ontwikkeld en vervolgens heeft het andere modellen snel verdrongen. Het steunt in essentie op economische mechanismen die de GP een grote vrijheid van handelen geven. Dat wordt gezien als voorwaarde voor slagvaardig en succesvol opereren in de zeer competitieve markt van PE. Verliezen die mechanismen aan kracht dan valt de basis onder dit model weg. Er zijn drie recente ontwikkelingen die deze economische governance-mechanismen verzwakken. [46] a Megafunds en fee-inkomen in plaats van carried interest

De succesvolle PE-ondernemingen hebben de laatste jaren geen moeite met het ophalen van geld bij de eindbeleggers. Integendeel, PE is 'hot' bij beleggers vanwege het verwachte extra rendement en vanwege de diversificatievoordelen.

Het antwoord op de grote spreiding in rendementen over het universum van PE-fondsen, waarbij eigenlijk alleen de top kwartiel managers erin slagen de beoogde rendementen te realiseren, is om te kiezen voor PE-managers met een goede en consistente staat van dienst. [47] In reactie daarop is de omvang van de nieuwe fondsen aangeboden door de top kwartiel PE-huizen spectaculair gegroeid.

Men spreekt terecht van 'megafunds'. De vijf grootste buy-out fondsen dateren allen van 2006/2007 en hebben een omvang tussen de 15 miljard en 20 miljard US-dollar. Het totale bedrag dat voor dit type fondsen door beleggers is bijeengebracht, is gestegen van 40 miljard dollar in 2003, tot 220 miljard in 2006. Alleen al in het eerste kwartaal van 2007 is 200 miljard dollar opgehaald. [48]

Debet hieraan is het overvloedige aanbod van institutioneel geld; niet de groei in attractieve beleggingsmogelijkheden. Voor de GP betekent dit dat de contante waarde van de

verschuldigde fees honderden miljoenen dollars kan bedragen. Tegelijkertijd zien we dat het bedrag dat de GP zelf in het fonds steekt, afneemt en soms nog maar een fractie van de waarde van de fees bedraagt. Dat geeft een indicatie van zijn verwachtingen ten aanzien van het te behalen rendement op deze investeringen. Naast de reguliere managementdiensten verlenen de grote PE-ondernemingen ook investment bank diensten (bij aankoop en verkoop van bedrijven) ten behoeve van de door hen beheerde fondsen. Hiervoor worden afzonderlijk fees in rekening gebracht.

b De introductie van Permanent Capital Vehicles (PCV)

Tegelijkertijd zien we dat de grote PE-huizen bezig zijn met het opzetten van PCV's. Deze PCV's halen geld op via de beurs en investeren in de door de GP op te zetten fondsen. Het is een bron van permanent kapitaal; na uitbetaling van het in een fonds geïnvesteerd kapitaal blijft het geld in het PCV en wordt geherinvesteerd in een nieuw fonds. Het mechanisme van de 'repeated games' wordt doorbroken. Daarenboven is het PCV een aantrekkelijke bron van extra fees. Het PE-huis wordt daarmee in staat gesteld 'deal fees' in rekening te brengen aan het beleggend publiek zonder dat dit door een prestatie (de performance van de PE-portfolio) wordt gerechtvaardigd.

c Transformatie van PE-onderneming tot beleggingsinstelling

De derde ontwikkeling is de transformatie van de PE-onderneming van een vermogensbeheerorganisatie in handen van de partners naar een open onderneming waarin derden participeren.

Als reden wordt opgegeven dat de senior partners in de succesvolle PE-ondernemingen op leeftijd komen en dat dit voor hen een aantrekkelijke exit is.

Het afgelopen jaar hebben we een aantal succesvolle beursintroducties van PE-ondernemingen gezien, onder meer van Blackstone en KKR.

Deze transformatie heeft tot gevolg dat de waarde van het persoonlijk vermogen van de partners van de PE-onderneming rechtstreeks gekoppeld wordt aan de waarde van het beursgenoteerde aandeel.

De marktwaarde van de onderneming is de contante waarde van de fees (na kosten) plus de contante waarde van de carried interest. De carried interest component is te zien als een calloptie; de waarde hiervan is gering als de expiratedatum ver in de toekomst ligt en de marktvolatiliteit laag is. Dit vormt een incentive voor het management van de PE-onderneming om meer nadruk te leggen op de fee-component in de totale waarde van de onderneming.

Deze observatie neemt niet weg dat het oude model nog steeds wordt gekoesterd. [49]

Zo lezen we in de SEC-documentatie die Blackstone bij zijn beursintroductie heeft moeten opstellen dat carried interest - en niet fees - als belangrijkste inkomstenbron wordt aangemerkt (en dus geldt als belangrijkste waardecomponent). Ook geeft Blackstone aan dat een substantieel deel van de opbrengst zal worden geherinvesteerd in de PE-onderneming en zal worden aangewend als eigen geld van de GP in nog op te richten fondsen.

Bezien we deze ontwikkelingen in samenhang dan valt toch te constateren dat de economische governance-mechanismen ernstig aan erosie onderhevig zijn. De opkomst van megafondsen lijkt meer aanbod- dan vraaggedreven en zal op basis van de aloude wetten van vraag en aanbod een drukkende werking hebben op te behalen rendementen en dus op de waarde van de carried interest. Ook de verkoop van aandelen aan derden zal vermoedelijk het belang van fee-inkomsten doen toenemen. Het mechanisme van aligned interest verliest hierdoor aan kracht.

Dit wordt nog versterkt door de opkomst van PCV's die de disciplinerende werking van de noodzaak tot periodieke fondsenwerving uitholt. [50]

Michael Jensen heeft zeer onlangs gewaarschuwd voor de gevaren die het gevolg zijn van deze ontwikkelingen. Hij heeft geen enkel vertrouwen in een businessmodel waarbij het

PE-huis participaties plaatst bij het beleggend publiek. Belangrijke disciplineringsmechanismen gaan verloren waardoor PE-ondernemingen te veel gaan betalen voor hun targets en de gevolgen daarvan voor rekening komen van het beleggend publiek. Deal fees creëren een nieuw PA-probleem en de traditionele langetermijnnoriëntatie van de PE-onderneming verdwijnt: 'We are going to see bad deals that have been done that are not publicly known as bad deals yet, we will have scandals, reputations will decline and people are going to be left with a bad taste in their mouths, (...) The whole sector will decline', aldus Jensen. [51]

## 12 Resumerend

Private equity is volgens sommigen het antwoord op de PA-problemen die typerend zijn voor beursgenoteerde ondernemingen; voor anderen is PE de enige mogelijkheid om te ontsnappen aan het korte termijn denken van de 'publieke' markten en de last van de knellende regelgeving die over beursondernemingen wordt uitgestort. Ondanks deze voor PE opwekkende geluiden zien wij in het governance systeem van PE een aantal zwakheden dat om verbetering vraagt. Dat geldt in het bijzonder voor PE dat zich bezighoudt met LBO's. [52] In deze bijdrage hebben wij in het bijzonder gewezen op de belangenconflicten die besloten liggen in het LBO-proces. Het is belangrijk om daarop meer greep te krijgen, bijvoorbeeld door middel van onafhankelijk toezicht van de RvC, goedkeuringseisen ten aanzien van bepaalde bestuursbesluiten, meer transparantie (wellicht ook 'post LBO') eventueel een toepassing van de regeling rond tegenstrijdig belang. De introductie in het Nederlandse recht van 'appraisal rights' kan disciplinerend werken ten aanzien van het bestuur en een corrigerende werking hebben indien het bestuur de belangen van 'outside' aandeelhouders heeft veronachtzaamd. De belangen van de betrokken werknemers staan niet voorop in het LBO-proces. Niettemin lijken or en werknemersorganisatie over voldoende middelen te beschikken om die belangen te beschermen. Deze middelen zouden effectiever ingezet kunnen worden door meer samenspel tussen or en werknemersorganisatie. De governance van PE gaat niet alleen over de rol van PE als aandeelhouder maar ook over de governance van de PE-ondernemingen. De beheersing van de daaraan inherente principal agent problemen, berusten niet zozeer op structuren maar meer op economische mechanismes als parallelle belangen en reputatie. De opkomst van megafunds, de introductie van Permanent Capital Vehicles en de beursintroductie van PE-ondernemingen leiden tot een sterke erosie van deze economische disciplineringsmechanismen. Zij nopen meer aandacht te geven aan structuren die voldoende interne checks and balances kennen.

Voetnoot

[1]

Prof. dr. J.M.G. Frijns is hoogleraar Beleggingsleer aan de Vrije Universiteit te Amsterdam. Prof. mr. R.H. Maatman is hoogleraar Vermogensbeheer aan de Radboud Universiteit Nijmegen. Dit artikel is een bewerking van een pre-advies (2007) voor de Koninklijke Vereniging voor de Staathuishoudkunde.

[2]

Vgl. R.H. Maatman, 'Integriteit van de Onderneming - Aandeelhouder en integriteit', in: *Onderneming en Integriteit*, serie Onderneming en Recht deel 39, Deventer: Kluwer.

[3]

Vgl. A. Schmeits, 'Belangenconflicten in de private equity-markt', *MAB* juli/augustus 2007.

[4]

Grant Thornton Corporate Finance Survey, October 2007, te downloaden via [www.grant-thornton.co.uk](http://www.grant-thornton.co.uk). Zie ook House of Commons Treasury Committee Report HC 567-I (30 July 2007).

[5]

- A. Agrawal en J. Jaffe, 'Do Takeover Targets Underperform? Evidence from Operating and Stock Returns', *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, no. 4, December 2003.
- [6] Vgl. D. Haarmeyer, 'Private Equity: the quiet but (effective) corporate governance revolution', in: *NACD Directors Monthly* February 2007; Morgan Stanley, 'Roundtable on Private Equity and its Impact for Public Companies', *The Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 18, no. 3, 2007; P. Sullivan en G. Lim, 'Corporate Governance and Private Equity', *Lombard Investments*, 2004 en B. Cheffins en J. Armour, *The eclipse of private equity* (working paper 2007).
- [7] Bij venture capital is doorgaans nog geen sprake van leverage in de portfolio onderneming; het tonen van resultaten is daar echter een noodzakelijke voorwaarde voor het kunnen aantrekken van nieuw kapitaal ter financiering van de verdere groei.
- [8] Vgl. H.L. Kaemink, 'Op weg naar de exit: over desinvestering van private equity', *Ondernemingsrecht* 2007, 62, p. 195-200; C. Mayo en B. Siemers, 'The accelerated private equity exit route', *Ondernemingsrecht* 2007, 63, p. 200-203.
- [9] Goldman Sachs Asset Management, Historical Distributions of IRR in Private Equity, December 2001.
- [10] Vgl. L. Phalippou en O. Gottschalg, *The Performance of Private Equity Funds*, Working Paper UVA (2006); L. Phalippou, 'Risk and return of Private Equity Funds', *Fiducie* april 2007.
- [11] H.T.J. Smit en W.A. van den Berg, 'De private-equitygolf', *MAB* juli/augustus 2007.
- [12] Zie bijvoorbeeld de studie van Citibank uit 2006 voor Europese PE-fondsen ([www.citigroupai.com](http://www.citigroupai.com)). Het netto rendement van de onderzochte buy-out fondsen kwam over een periode van 10 jaar uit op 14,3% terwijl het rendement van de vergelijkbaar 'geleveragede' benchmark van Europese midcap aandelen zou zijn uitgekomen op 38%.
- [13] Een endowment fund is een doelvermogen, in de regel bijeengebracht met het oog op een charitatieve of andere niet winstbeogende doelstelling. Belangrijke endowment funds zijn de miljardenfondsen waarover de grote Amerikaanse universiteiten zoals Yale en Harvard beschikken, onder meer door schenkingen en legaten van alumni. De endowments van Harvard en Yale worden beschouwd als pioniers op het gebied van private equity, vgl. J.M.G. Frijns, R.H. Maatman en T.B.M. Steenkamp, 'Best practice beleggingsbeleid in de EU: prudent person plus?', *TvP* 2002-2.
- [14] J. Lerner, 'The Enigma of Private Equity', *Financial Times*, 24 April 2007.
- [15] Onder extra waarde verstaan we een rendement hoger dan de vergelijkbare marktindex na correctie voor risico. Het gaat dus om het 'smalle' waardebegrip.
- [16] Bij venture capital zal dat niet altijd mogelijk blijken en zal de PE-aandeelhouder via een aandeelhoudersovereenkomst aanvullende control-rechten bedingen.
- [17] Vgl. G.T.M.J. Raaijmakers, 'De commissaris beloond', in: *Onderneming en Integriteit*,

Serie Onderneming en Recht deel 39, Deventer: Kluwer.

- [18] Dat staat dus in contrast met de publieke opinie die de aandelenmarkt juist een systematische voorkeur voor de korte boven de lange termijn toeschrijft. PE ondernemers weten beter!
- [19] Vgl. T. Alexander, 'Public-to-private transacties', *Ondernemingsrecht* 2007, 61, p. 190-195; A.F.J.A. Leijten, 'Verantwoording van tegenstrijdig-belangtransacties', in: *Verantwoording aan Hans Beckman* (2006), p. 373-391; P.J. Gortzak en J.C.M.G. Bloemarts, 'Corporate governance, beleggersactivisme en pensioenfondsen', in: *Ondernemingsrecht* 2007, 74, p. 243-248; J.M. Hill en J.S. Gambacinni, 'The private equity paradox: when is too much control a bad thing?', in: *Institutional Investor* (2003), p. 37; B. Cheffins en J. Armour, *The eclipse of private equity* (working paper 2007).
- [20] D.A.M.H.W. Strik, 'To play or to be in play', *Ondernemingsrecht* 2007, 72, p. 230-237. Zie ook het rapport van de Monitoring Commissie (2007) Monitoring Commissie Corporate Governance, 'Advies over de verhouding tussen vennootschap en aandeelhouders en over het toepassingsbereik van de Code' (30 mei 2007).
- [21] Bijlage G bij het Besluit openbare biedingen Wft d.d. 14 september 2007.
- [22] Bijlage A bij het artikel Besluit openbare biedingen Wft d.d. 14 september 2007.
- [23] Vgl. het advies van de SER Commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur (2007).
- [24] Vgl. bijvoorbeeld P. Mahoney and M. Weinstein, 'The appraisal remedy and merger premiums', *USC Law School* (1999) en J. Eisenhofer en M. Barry, in: *Shareholder activism handbook* (losbl.), par. 11.01-11.06.
- [25] Vgl. Moody's Investor Service, *Special Comment - Rating private equity transactions* (2007).
- [26] Recent zijn wél de informatieverplichtingen van het bestuur richting werknemers in geval van een openbaar bod aangescherpt. Vgl. art. 27 Besluit openbare biedingen Wft en Bijlage G bij dit Besluit.
- [27] Vgl. Gortzak en Bloemarts, a.w. Zij zijn 'voorshands' van mening dat deze rechtsmiddelen, mits beschikbaar, een 'adequaat antwoord kunnen bieden op dreigende uitwassen en ontsporingen'. Een zwak punt in dit stelsel is de multinationale onderneming waarbij de invloed van de werknemers op topniveau beperkt is.
- [28] We denken aan convenanten die met de or worden gesloten in het kader van de uitoefening van bevoegdheden onder het structuurregime, aan informatierechten van de or in samenspel met de bevoegdheden van werknemersorganisaties op grond van het enquête-recht. Zie ook de adviezen van R. van 't Kaar en J.W. Winter in het rapport van de SER Commissie Evenwichtig Ondernemingsbestuur (2007).
- [29] Zie ook zeer recent Cheffins en Armour, a.w., p. 22 e.v.
- [30] Vgl. P. van Schilfgaarde, bewerkt door J.W. Winter, *Van de BV en de NV*, Deventer:

Kluwer 2006, nrs. 137 en 144.

- [31] Concept NVP gedrags- en lidmaatschapscode, april 2007. Nader daarover H.L. Kaemingk, 'Publieke verantwoording door private equity-fondsen: de vernieuwde gedragscode voor participatiemaatschappijen', *Ondernemingsrecht* 2007, 134, p. 462-464. Zie ook de corporate governance guidelines van The European Private Equity and Venture Capital Association (2005), te downloaden via [www.evca.com](http://www.evca.com).
- [32] D. Walker, Disclosure and Transparency in Private Equity: Consultation document July 2007 ('Walker Report'). Zie ook 'Higgs sees scrutiny of private equity', *Financial Times* 3 januari 2007. Op 20 november is de definitieve versie van het Walker Report verschenen, <http://walkerworkinggroup.com>.
- [33] Walker, a.w., nr. 15, p. 20.
- [34] Vgl. Maatman, a.w. en de daarin aangehaalde literatuur.
- [35] In gelijke zin Cheffins en Armour, a.w., p. 37 e.v.
- [36] Zie bijvoorbeeld S. Bartman, *Voorbij NV en BV. Over Corporate Governance en het tekort van ons vennootschapsrecht*, Deventer: Kluwer 2004.
- [37] Vgl. art. 2:24b BW en art. 2:24c BW.
- [38] Daartegen Gortzak en Bloemarts, a.w. Zie ook A.F.J.A. Leijten, 'Aandeelhouders verkopen geen dochters', in: *Barbarians at the dikes?*, Stibbe symposium 26 september 2006.
- [39] Zie ook Cheffins en Armour, a.w., p. 22 e.v. Zij gaan uitgebreid in op de overeenkomsten en verschillen tussen enerzijds private equity en anderzijds de beursgenoteerde onderneming met sterk gediversificeerde ondernemingsactiviteiten (conglomeraat).
- [40] Zie ook Grant Thornton Corporate Finance Survey, October 2007, te downloaden via [www.grant-thornton.co.uk](http://www.grant-thornton.co.uk).
- [41] Art. 2:146 BW. Vgl. HR 29 juni 2007, *RO* 2007, 67, *JOR* 2007/169 (*Bruil*) en HR 9 juli 2004, *NJ* 2004, 519 (*Duplicado*).
- [42] Lukt het niet de onderneming binnen de afgesproken periode te verkopen dan zal de GP in overleg moeten treden met zijn LP's of de onderneming aan een andere financiële partij moeten verkopen. Deze markt voor 'secondaries' is doorgaans een aantrekkelijke zaak voor de koper, zeker als dat gebeurt indien de openbare markt in een dip zit en er dus weinig alternatieven zijn.
- [43] In de late jaren negentig hebben PE-ondernemingen enorm geprofiteerd van de sterk gestegen beurskoersen. Ondernemingen die tegen een relatief lage prijs waren gekocht konden enkele jaren later tegen een veel hogere prijs naar de markt worden gebracht. Door de leverage bij aankoop werd het effect van de algemene koersstijging nog eens versterkt. Onnodig te zeggen dat dit mechanisme ook de andere kant op kan

werken.

- [44] Zie Moody's Investor Service, 'Special Comment - Rating private equity transactions' (2007) alsmede Hedge Funds and Private Equity, a Critical Analysis, PSE, Socialist Group in the European Parliament, onder redactie van Ieke van de Burg en Poul Nyrup Rasmussen, juli 2007. Zie ook Thornton, a.w.
- [45] Illustratief is het artikel 'Gluttons At The Gate - Private equity are using slick new tricks to gorge on corporate assets. A story of excess', *Business Week On Line* October 30, 2006.
- [46] Zie ook Cheffins en Armour, a.w., par. 5.
- [47] De gangbare wijsheid in beleggersland is dat outperformance van gewone aandelenmanagers niet consistent is en in ieder geval niet voorspelbaar maar dat dit bij PE-managers anders ligt. Het top-kwartiel van de GP's heeft in de tijd een consistente outperformance laten zien en zal dat blijven doen. Voor wat het waard is...
- [48] *Financial Times*, 24 april 2007.
- [49] Vgl. A. Jacobius, 'Blackstone deal could squeeze investors', in: *Pensions and Investments* 11 juni 2007, [www.pionline.com](http://www.pionline.com).
- [50] Vgl. M. Wolf, 'Barbarians at the Gates', in: *Financial Times*, 24 april 2007: 'private equity removes one conflict of interest at the expense of creating a new one - between the general partners who run the funds and the limited partners who invest in them'. Zie ook C. Blaydon en M. Horvath, 'You Can No Longer Ignore Corporate Governance Issues', *Venture Capital Journal*, January 2002.
- [51] Geciteerd in een artikel van Gretchen Morgenson in de *Sunday New York Times* van 16 september 2007.
- [52] Venture capital kent naar onze mening veel minder governance issues; juist de komst van een PE-investeerder draagt bij aan een meer volwassen vorm van governance.



Copyright © Kluwer 2012  
Kluwer Online Research

Dit document is gegenereerd op 21-06-2012

Op dit document zijn de algemene leveringsvoorwaarden van Kluwer van toepassing.